

ARTICLE DE LA REVUE JURIDIQUE THÉMIS

On peut se procurer ce numéro de la Revue juridique Thémis à l'adresse suivante :

Les Éditions Thémis

Faculté de droit, Université de Montréal

C.P. 6128, Succ. Centre-Ville

Montréal, Québec

H3C 3J7

Téléphone : (514)343-6627

Télécopieur : (514)343-6779

Courriel : themis@droit.umontreal.ca

© Éditions Thémis inc.

Toute reproduction ou distribution interdite

disponible à : www.themis.umontreal.ca

La pratique contractuelle des émissions sur le marché euro-obligataire : une vue canadienne

Juliette D'HOLLANDER*

INTRODUCTION	451
I. LES EMISSIONS INTERNATIONALES SUR LE MARCHÉ OBLIGATAIRE	452
A. La procédure d'émission internationale sur le marché obligataire	452
1. Les émissions étrangères d'obligations et les émissions d'euro-obligations	452
a) <i>Les émissions étrangères d'obligations</i>	452
b) <i>Les émissions d'euro-obligations</i>	452
2. Les intermédiaires	453
a) <i>Le chef de file («lead manager»)</i>	453
b) <i>Le groupe de direction («management group»)</i>	454
c) <i>Les preneurs fermes («underwriters») et le syndicat de garantie («underwriting syndicate»)</i>	454
d) <i>Le groupe de placement («selling group»)</i>	454
3. La structure des émissions.....	455
a) <i>La procédure traditionnelle (Royaume-Uni : méthode européenne, méthode du «deux-tiers»)</i>	455
b) <i>Inconvénients de la procédure traditionnelle</i>	456
c) <i>La pratique des émissions pré-placées («Bought deal»)</i>	457

* LL.M. Université McGill.

B. Le contrat de souscription	457
1. Le contrat régissant la relation entre l'émetteur et le groupe de direction	458
2. Limitations légales : restriction au niveau national des marchés de capitaux pour le placement ou la vente de titres.....	458
a) <i>La législation des États-Unis</i>	459
b) <i>La législation du Royaume-Uni</i>	462
c) <i>La législation canadienne</i>	463
3. Problèmes juridiques soulevés par le contrat de souscription	465
a) <i>Le choix de la loi applicable</i>	465
— La loi américaine : loi complexe et stricte, assouplissement dans le cadre d'émissions internationales	465
— La loi du Royaume-Uni	466
b) <i>La nature des obligations des preneurs fermes</i>	466
c) <i>La clause de sauvegarde</i>	467
d) <i>La clause de garantie et de représentation</i>	468
e) <i>Les clauses d'indemnisation et de contribution</i>	468
f) <i>La responsabilité potentielle des preneurs fermes relative au coût de la stabilisation</i>	470
g) <i>Les clauses financières</i>	470
i) L'existence d'un garant	471
ii) Le rang de la dette	471
iii) Les clauses de sûretés financières	471
II. L'ADMINISTRATION D'UNE EMISSION D'EURO-OBLIGATIONS.....	471
A. Le contrat d'agent financier («fiscal agency agreement»)	472
1. Les fonctions de l'agent financier.....	473
a) <i>La livraison d'euro-obligations</i>	473
b) <i>Le paiement du principal et des intérêts</i>	473
c) <i>Le remboursement et le remplacement des obligations</i>	474
2. Les droits des obligataires.....	474
B. Le contrat de fiducie («trust deed»).....	475
1. La reconnaissance et la force obligatoire du contrat de fiducie.....	476
2. Les fonctions et pouvoirs du représentant fiduciaire.....	477

3. Les obligations de l'émetteur par rapport au fiduciaire	478	
4. Les assemblées générales d'obligataires	479	
5. La validité de la clause de limitation des actions («no-action»)	479	
6. La révision des décisions du représentant fiduciaire par les tribunaux		480
CONCLUSION	481	

Différents modes de financement sont à la disposition des entités économiques. Les grosses entités économiques ne se cantonnent pas à rechercher des fonds sur leurs marchés nationaux. Les émissions internationales de titres obligataires sont un moyen de se procurer des fonds sur les marchés internationaux de capitaux et ainsi d'avoir accès à un éventail d'investisseurs plus large. Les entités emprunteuses peuvent relever du secteur public ou privé¹.

Le marché des euro-obligations offre d'importants avantages à toutes les parties intervenantes. Les entités émettrices n'ont pas à se soucier du risque de variation des taux d'intérêt qui pèse sur les intermédiaires. Le fait que le marché euro-obligataire soit peu ou pas réglementé a permis une diminution de la période entre le moment où l'emprunteur décide de recourir à une émission d'euro-obligations et le moment où cette émission est effectivement réalisée. L'entité émettrice peut ainsi bénéficier des conditions avantageuses du marché au moment où elle effectue son emprunt, sans trop se soucier d'une fluctuation des cours avant qu'on ne procède effectivement à la délivrance des titres².

Les émissions internationales d'obligations présentent également d'importants avantages aux intermédiaires. Ceux-ci sont souvent des grandes banques d'investissement, qui jouent un rôle majeur dans l'opération d'émission d'euro-obligations. Les banques n'ont pas à supporter le risque de défaut de paiement de l'emprunteur, comme c'est le cas lors de prêts bancaires syndiqués internationaux, car ce risque repose sur les investisseurs. En effet, leur rôle n'est pas de prêter des fonds à l'émetteur, mais simplement de placer les titres matérialisant la créance de ce dernier³.

Pour les investisseurs, le marché euro-obligataire offre une grande variété d'instruments financiers. Ces instruments varient, de par leur maturité, leur taux et le fait qu'ils soient émis en plusieurs devises, pouvant ainsi générer un profit supplémentaire sur le taux de change. De plus, les euro-obligations jouissent d'un statut fiscal privilégié. Elles sont exemptées de retenue à la source dans le pays de l'émetteur. Ainsi, les obligations génèrent un profit non taxable⁴.

¹. Les entités souveraines (gouvernements par l'intermédiaire de leur ministère des finances) sont des groupes qui ont beaucoup emprunté sur le marché obligataire. Les organisations internationales comme la BIRD ou autres banques régionales de développement, ainsi que des organisations supranationales comme les Communautés européennes ont effectué des emprunts sur l'euromarché. Dans le secteur privé, les banques et les sociétés commerciales d'une taille importante émettent également sur le marché international des capitaux.

². B. Scott QUIN, *Investment Banking : Theory and Practice*, Londres (G.-B.), Euromoney Publication P.L.C., 1990, p. 147.

³. R.T. TENNEKOON, *The law and regulation of international finance*, Londres (G.-B.), Butterworths, 1991, p. 146.

⁴. Frederick FISHER III, *Eurobonds*, Londres (G.-B.), Euromoney Publication P.L.C., 1988, p. 2. Les investisseurs sont souvent des compagnies d'assurance, des banques centrales d'États souverains, des banques commerciales, des multinationales et parfois des particuliers aisés.

Cet article examine, d'un point de vue canadien, la pratique contractuelle lors d'une émission internationale sur le marché obligataire. L'émission internationale comprend deux phases : l'émission proprement dite et son administration. La première partie de cet article aborde la procédure utilisée lors d'une émission internationale et le contrat de souscription. La deuxième partie traite de l'administration de l'émission et ainsi du contrat d'agent fiscal et du contrat de fiducie.

I. LES EMISSIONS INTERNATIONALES SUR LE MARCHE OBLIGATAIRE

A. La procédure d'émission internationale sur le marché obligataire

L'émission internationale d'obligations est la procédure utilisée le plus fréquemment par les entités désirant se financer sur les marchés internationaux⁵. L'émission internationale d'actions est moins fréquente. Il ne sera donc pas traité de cette dernière dans le cadre de cet article. Il existe deux sortes d'émissions internationales d'obligations : les émissions étrangères d'obligations et les euro-émissions.

1. Les émissions étrangères d'obligations et les émissions d'euro-obligations

a) Les émissions étrangères d'obligations

Une émission étrangère est celle souscrite par un syndicat de banques d'un seul pays, et qui est placée en majeure partie dans ce pays dans sa monnaie. La différence avec une émission nationale est qu'une émission étrangère implique la participation d'un émetteur étranger, alors que la première implique un émetteur national⁶.

Lors d'une émission étrangère, le syndicat bancaire effectuant la souscription est constitué principalement de banques nationales. En ce sens, l'émission étrangère est très proche d'une émission nationale. Ce caractère national est renforcé par le fait que la monnaie du libellé de l'emprunt est la monnaie nationale du pays de l'émission. Il s'ensuit que les règles applicables localement aux valeurs mobilières sont aussi applicables aux émissions étrangères⁷.

Dans le cadre de cette étude, l'accent sera porté sur les émissions d'euro-obligations qui offrent des caractéristiques plus internationales.

⁵. Lorsque les émetteurs canadiens effectuent leurs émissions sur le marché euro-obligataire, pour la majeure partie, les titres émis sont des titres de créance. Il faut également souligner que les principaux acteurs sont des entités gouvernementales.

⁶. H. DE LA BRUSLERIE, *Euro-obligations et marchés internationaux de capitaux*, PARIS, C.L.E.T., 1994, p. 26.

⁷. *Id.*, p. 27.

b) *Les émissions d'euro-obligations*

Diverses définitions de l'euro-obligation ont été proposées. M. Fisher définit l'euro-obligation comme un « titre procédant d'une émission internationale offert par un syndicat de banques internationales à des investisseurs dans au moins deux pays du monde où une telle souscription est permise par la loi »⁸.

L'euro-obligation est caractérisée par deux éléments fondamentaux⁹. Le premier élément est l'émission d'obligations en devises convertibles, représentant une créance sur l'entité émettrice. Le deuxième élément caractéristique est la participation d'un syndicat international de banques¹⁰ qui sert d'intermédiaire entre l'émetteur et les investisseurs finaux.

2. Les intermédiaires

a) *Le chef de file («lead manager»)*

Les marchés internationaux de capitaux, comme les marchés domestiques, ont pour fonction de mettre en contact les emprunteurs et les investisseurs. Néanmoins, sur les marchés internationaux, les fonds potentiels sont répartis géographiquement et varient en fonction de divers paramètres. La balance des paiements des pays où l'émission s'effectuera, les fluctuations des cours des changes et les préférences des investisseurs au niveau des instruments financiers sont des éléments qui doivent être pris en compte lors de la prise de décision d'une émission internationale d'obligations.

Le chef de file occupe une fonction clé. Le chef de file est souvent une «*investment bank*» américaine ou une banque d'affaires («*merchant bank*») anglaise. Il doit en premier lieu s'informer des tempéraments des divers marchés et des intentions d'émission des entités emprunteuses. Son but est de faire correspondre les besoins de financement de l'emprunteur à la demande des investisseurs sur différents marchés nationaux¹¹. Il recherche ensuite, souvent de manière agressive, les emprunteurs dans le but d'obtenir le mandat de préparer une euro-émission.

Sa tâche consiste en second lieu à s'assurer de la qualité de l'émetteur, et de son crédit. Si l'émetteur possède une cote («rating») de AAA à BBB établi par Standard and Poor's ou par Moody's, sa signature est de valeur sûre. Pour les

⁸. F. FISHER, *op. cit.*, note 4, p. 1.

⁹. H. DE LA BRUSLERIE, *op. cit.*, note 6, p. 23.

¹⁰. Les intermédiaires financiers sont, pour la majeure partie, constitués par de grandes banques internationales. Néanmoins, la participation des banques n'est pas exclusive, les maisons de courtage et les organismes parapublics interviennent parfois en tant qu'intermédiaires.

¹¹. B.S. QUIN, *op. cit.*, note 2, p. 147.

autres, le chef de file doit recourir aux critères établis par le marché afin de déterminer la qualité de l'émetteur, à savoir le nom, la taille et la fréquence d'appel au marché¹².

S'il est satisfait, il entre ensuite en contact avec le client et effectue des propositions sur les caractéristiques des titres qui seront placés. Il adresse ensuite une lettre d'intention à l'émetteur décrivant le cadre général dans lequel les opérations peuvent être montées.

Dans un dernier temps, il supervise de façon générale l'émission et s'assure de la rapidité d'exécution de toutes les opérations. Il dirige la formation du groupe de direction, du syndicat de garantie et du groupe de placement. Il surveille le marché secondaire et intervient afin d'assurer la stabilité du titre nouvellement émis.

b) *Le groupe de direction («management group»)*

Le groupe de direction est formé par le chef de file et un groupe d'institutions (co-chef de file). Les co-chefs de file sont des institutions financières importantes du marché de par leur taille et leur réputation. Ils participent à l'établissement des conditions définitives de l'émission. Ils garantissent souvent de manière ferme la souscription d'un montant substantiel de l'émission¹³.

c) *Les preneurs fermes («underwriters») et le syndicat de garantie («underwriting syndicate»)*

De grandes banques, possédant une expérience internationale et une vaste clientèle auprès de laquelle elles peuvent placer les titres, assument le rôle de preneur ferme. Le marché euro-obligataire exige que ces banques soient originaires de diverses régions du monde. Récemment, les institutions financières japonaises et arabes, parallèlement aux banques américaines et européennes, ont joué un rôle croissant sur le marché¹⁴.

Avec le groupe de direction, les preneurs fermes forment le syndicat de garantie. Le rôle du syndicat de garantie est d'assurer à l'emprunteur qu'il recevra les fonds correspondant à l'émission quel que soit l'accueil du marché. Au cas où l'émission n'est pas entièrement placée, les preneurs fermes ont l'obligation d'acheter les titres au prorata de leur engagement¹⁵. Il faut noter

¹². H. DE LA BRUSLERIE, *op. cit.*, note 6, p. 30.

¹³. *Id.*, p. 33.

¹⁴. *Id.*, p. 35.

¹⁵. François LEROUX, *Marchés internationaux des capitaux*, Montréal, Presses de l'Université du Québec, 1988, p. 182.

l'existence d'un accord entre les preneurs fermes régissant leur relation («*agreement among underwriters*»)¹⁶.

d) *Le groupe de placement («selling group»)*

Le groupe de placement est composé des banques du syndicat de garantie, auquel se joignent parfois d'autres institutions dont le rôle est uniquement de placer auprès des investisseurs finaux les titres qu'elles ont acquis du syndicat. Dans certains cas, cette appellation ne désigne que les banques exerçant le rôle de placement. Ces dernières sont généralement de petites institutions qui font leur début sur le marché euro-obligataire. Elles n'assument aucune portion de la prise ferme et sont rémunérées sur une base de commission. Il est possible qu'une seule institution financière assume les trois rôles de direction, de prise ferme et de placement.

3. La structure des émissions

a) *La procédure traditionnelle (Royaume-Uni : méthode européenne, méthode du «deux-tiers»)*

Après les négociations préliminaires et le lancement de l'émission, débute la phase de préplacements bancaires. La phase suivante est celle de la fixation des conditions de l'émission et de l'allocation des titres. En dernier lieu, se déroule la phase publique et la clôture de l'émission.

La procédure d'émission traditionnelle se déroule en plusieurs étapes¹⁷.

Les négociations préliminaires et la préparation sont assurées par le chef de file. Une fois que ce dernier a obtenu son mandat, commence la première phase : celle du préplacement. Cette phase consiste à répartir les titres entre les membres du syndicat bancaire international. Ce syndicat est composé du groupe de direction, du syndicat de garantie, du groupe de placement et enfin d'un représentant fiduciaire ou d'un agent financier¹⁸. Son rôle consiste à s'assurer de l'intermédiation de l'émission. La phase de préplacement se déroule exclusivement entre les membres de la communauté bancaire et le syndicat créé pour l'émission.

Le jour du lancement de l'émission («*announcement day*»), un communiqué de presse en fait l'annonce et les membres du syndicat de garantie et du groupe de placement sont invités par télex à se joindre à la procédure. Le jour même de

¹⁶. Sur cet accord, voir R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 184.

¹⁷. Sur les diverses étapes de la procédure, voir F. FISHER, *op. cit.*, note 4, p. 73 et suiv.; H. DE LA BRUSLERIE, *op. cit.*, note 6, p. 28 et suiv.

¹⁸. La banque chef de file assure souvent la fonction d'agent financier par l'intermédiaire de ses filiales ou de ses succursales.

l'émission, d'importants documents sont communiqués aux banques membres du syndicat de placement. Elles reçoivent le prospectus provisoire et un exemplaire de la convention de souscription bancaire. Cette convention définit la relation entre l'émetteur et le syndicat de garantie.

Les banques commencent ensuite la commercialisation des titres auprès des investisseurs finaux. Elles doivent informer le chef de file de l'état de la demande des titres. Ce dernier peut donc procéder à une estimation préalable de l'émission. Dans les cas où la demande est élevée, les banques peuvent requérir auprès du chef de file une «protection» sur un certain nombre de titres. Cette protection leur garantit l'obtention de titres qu'elles pourront revendre à leurs clients. Ainsi, si le syndicat de placement effectue un bon préplacement et demande une protection sur de nombreux titres, l'émission peut être couverte le jour suivant le lancement¹⁹.

La seconde phase consiste en la fixation des conditions finales («*pricing day*») et l'allocation des titres entre les membres du syndicat de placement («*offering day*»). Il s'agit d'ajuster les termes de l'émission aux conditions du marché par le montant de l'émission, le taux de coupon ou le prix d'émission. Une fois que les conditions finales et le prix sont fixés, la convention de souscription bancaire («*underwriting agreement*») est signée entre l'emprunteur et le syndicat de garantie²⁰.

On procède ensuite à la répartition des titres entre les membres du groupe de placement. Le placement des titres auprès des investisseurs marque le début de la phase publique. La vente des titres est assurée par le groupe de placement. Le chef de file supervise. À partir de ce moment, l'émission primaire est terminée. En théorie, on pourrait considérer que les banques du syndicat de placement ont acquis elles-mêmes les obligations pour les revendre aux investisseurs finaux. Dès lors, le marché secondaire du titre commence à exister. Il est important de noter le rôle majeur de ce marché dans l'univers des euro-obligations.

La date de la clôture de l'émission est spécifiée dans la convention de souscription. Le jour précédent, les membres du syndicat de garantie et du groupe de placement transfèrent les sommes correspondant aux titres qu'ils ont placés sur un compte Euroclear ou Cedel spécialement créé à cet effet. De cette manière, l'émetteur dispose du montant net de l'émission le jour de la clôture de l'émission. Les titres sont délivrés le même jour aux institutions les ayant souscrits. Ces titres sont, soit les titres définitifs ou soit des certificats globaux les remplaçant jusqu'à ce que ceux-ci soient émis. Le trombone est ensuite publié.

¹⁹. H. DE LA BRUSLERIE, *op. cit.*, note 6, p. 40.

²⁰. *Id.*, p. 42.

Certains documents sont exigés par le syndicat de garantie et conditionnent la clôture de l'opération. La rédaction d'une opinion juridique, concernant la capacité légale de l'emprunteur et la légalité des titres émis, est requise. Les autres documents nécessaires sont les suivants : la confirmation de la cotation des titres en bourse, les approbations et autorisations des autorités compétentes, la lettre des auditeurs certifiant les conditions financières de l'emprunteur («*cold comfort letter*») ainsi qu'un certificat fourni par un dirigeant de l'entité émettrice.

b) *Inconvénients de la procédure traditionnelle*

À la fin des années 70, la procédure traditionnelle s'est révélée inadaptée aux pratiques du marché euro-obligataire. Tout d'abord, la distinction entre groupe de direction, syndicat de garantie et groupe de placement est apparue artificielle, car les mêmes institutions financières peuvent assumer ces différents rôles. Ensuite, les commissions des intermédiaires, plus élevées que sur les marchés domestiques, ont engendré deux sortes de réactions. D'une part, les investisseurs institutionnels se sont rendus compte que le coût très élevé des services des intermédiaires n'était pas justifié. D'autre part, certains membres du groupe de placement n'ont pas hésité à vendre les titres auxquels ils avaient souscrit en excès à un prix nettement inférieur au prix coté officiellement. Ainsi, les mêmes titres pouvaient être vendus à différents prix. En outre, entre le jour de l'annonce et le jour de la fixation des conditions finales du prix des titres, la valeur d'une euro-obligation a le temps de varier. Du fait de cette variation, les membres du syndicat de garantie et du groupe de placement sont incertains quant au prix auquel ils devront souscrire à ces obligations.

C'est ce qui explique la création d'un marché informel (le marché gris), dans lequel les transactions entre les membres du syndicat et les investisseurs s'effectuent avant l'annonce de la fixation du prix final.

c) *La pratique des émissions pré-placées («Bought deal»)*

La technique d'émissions préplacées a acquis beaucoup de succès et a remplacé la procédure d'émission traditionnelle. Cette pratique est caractérisée par sa rapidité d'exécution (qui est requise pour faire face à la volatilité des titres entre le moment de l'annonce de l'émission et la fixation des conditions finales du prix). L'émetteur fait une proposition à plusieurs grands syndicats de placement pour prendre en charge son émission. La proposition porte sur l'ensemble de l'émission et le prix n'est pas négociable. Les syndicats contactés ne disposent que de quelques heures pour répondre²¹. Les rôles du syndicat de garantie (non-chef de file) et du groupe de placement sont assumés par les mêmes institutions. Le groupe de direction acquiert l'ensemble de l'émission, il agit en tant que preneur ferme. Il n'existe pas de délai entre le jour de

²¹. B.S. QUIN, *op. cit.*, note 2, p. 154.

l'annonce de l'émission et celui de la fixation du prix, car ces deux jours sont confondus. Aujourd'hui, cette pratique est devenue la procédure couramment utilisée sur le marché²².

L'euro-émission prenant place dans un contexte international peu réglementé, la documentation contractuelle joue un rôle de premier ordre. En effet, il est nécessaire de prévoir la loi qui sera applicable, les lois d'ordre public et la juridiction des tribunaux compétents en cas de litige.

Comme dans toute émission domestique canadienne, un prospectus doit être émis. Les membres du syndicat de direction et les agents de l'émetteur doivent passer un accord afin de régir la distribution des obligations et les modalités de paiement ainsi que les arrangements administratifs. Contrairement à une émission domestique, la documentation contractuelle relative à une euro-émission a un coût plus élevé, mais elle est soumise à une réglementation moins stricte en ce qui concerne, par exemple, les exigences quant à l'information que doit contenir le prospectus, ou celles portant sur la cotation des titres.

B. Le contrat de souscription

Le contrat de souscription est un contrat de vente entre l'émetteur et le groupe de direction. Fixant les conditions d'émission et régissant la relation entre ces deux acteurs principaux, ce contrat revêt une importance capitale. C'est un contrat international car l'émission se déroule dans plusieurs juridictions différentes et les membres du syndicat d'émission peuvent provenir de différents pays.

1. Le contrat régissant la relation entre l'émetteur et le groupe de direction

Le contrat de souscription définit les obligations des banques membres du syndicat de garantie. Ces dernières s'engagent à offrir les obligations aux investisseurs ou au groupe de placement, s'il en existe un, aux conditions fixées dans la convention du groupe de vente. Si les obligations ne sont pas souscrites en totalité et payées, le syndicat de garantie s'engage à acheter lui-même ces obligations. C'est seulement à la date de clôture, dans la procédure traditionnelle, que le syndicat de garantie connaît le montant exact auquel on n'a pas souscrit.

L'engagement du syndicat de garantie de reprendre à son compte les titres invendus forme la pièce centrale de toute l'opération d'émission. Cette prise de risque par le syndicat de garantie justifie ses commissions élevées²³.

Il est intéressant de souligner les différences existant entre les pratiques d'émissions sur le marché euro-obligataire et sur le marché des États-Unis. Sur

²². F. FISHER, *op. cit.*, note 4, p. 89.

²³. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 178.

le marché euro-obligataire, le chef de file agit en tant que mandataire de l'émetteur. Par conséquent, lorsqu'un investisseur ou un membre du groupe de placement acquiert des titres du groupe de direction, il les achète en fait directement de l'émetteur. Ce n'est pas le cas aux États-Unis où le groupe de direction agit pour son propre compte lors de l'achat des titres et les revend ensuite au groupe de placement²⁴.

L'«International Primary Market Association»²⁵ (IPMA) a proposé un modèle de rédaction des contrats de souscription. Le chef de file peut être membre de l'IPMA ou simplement suivre en pratique les recommandations de cette association. Le modèle proposé se présente sous la forme d'un contrat-type auquel sont annexées une série de définitions ainsi que des clauses additionnelles concernant les accords entre co-chefs de file ou les représentations et garanties. Ce contrat-type n'est qu'un modèle et l'IPMA spécifie bien qu'il peut, et même doit faire l'objet de modifications en fonction des circonstances²⁶.

2. Limitations légales : restriction au niveau national des marchés de capitaux pour le placement ou la vente de titres

Bien que l'euromarché soit un marché considéré comme déréglementé, certaines législations trouvent néanmoins à s'appliquer. Lors d'une émission internationale, le syndicat de direction doit tenir compte des réglementations locales qui peuvent restreindre, voire interdire l'accès au marché euro-obligataire. Le problème qui se pose est que les réglementations locales sont souvent divergentes. Dans certaines juridictions comme les États-Unis, le Canada et le Japon, la publicité de l'émission est sujette à de strictes limites alors que dans d'autres comme le Royaume-Uni, une approche plus libérale est adoptée.

Les réglementations nationales des juridictions où les titres seront offerts doivent faire l'objet d'une analyse préalable de la part du syndicat bancaire. Cette analyse apparaît nécessaire pour deux raisons. D'une part, ces réglementations varient d'un pays à l'autre, d'autre part, certains pays ont adopté des législations extrêmement protectrices qui restreignent les possibilités de proposer les titres dans le public.

²⁴. *Id.*, p. 179.

²⁵. Les objectifs poursuivis par l'IPMA sont de promouvoir la standardisation des nouvelles procédures d'émission par l'uniformisation de la documentation, d'effectuer des recommandations et d'encourager la coopération entre les participants sur le marché. L'IPMA n'assume pas une fonction d'organisme régulateur, mais peut assister ces organismes dans leur tâche. En pratique, plus de 90% des nouvelles émissions sur le marché euro-obligataire sont effectuées d'une manière qui est conforme aux recommandations de cette association. Voir F. FISHER, *op. cit.*, note 4, p. 212.

²⁶. *IPMA Standard terms for subscription agreements*, February 1993.

Doivent aussi être prises en compte la loi nationale du pays de résidence de l'émetteur et de son garant, ainsi que la loi du pays de dénomination de la monnaie.

Le contrat de souscription doit inclure des clauses visant la soumission aux législations sur les valeurs mobilières des États concernés. On fait fréquemment référence aux réglementations de deux pays en particulier : celle des États-Unis et celle du Royaume-Uni. Dans la majorité des contrats de souscription où l'émission est en dollars américains, ou lorsque l'émission donne lieu à une distribution mondiale des titres, des clauses se référant aux restrictions de vente américaines sont insérées de façon quasi systématique. La législation britannique s'applique lorsque le chef de file a sa résidence au Royaume-Uni, ou lorsque l'offre des titres s'effectue sur une grande échelle. Les législations de ces deux pays ont pour but d'empêcher que les euro-obligations soient offertes au public et puissent, de cette manière, échapper aux législations locales visant à protéger les investisseurs non avertis. Les investisseurs non avertis sont les petits investisseurs qui ne connaissent pas très bien les règles du marché. Nous examinerons maintenant la législation américaine puis nous poursuivrons avec l'étude de la législation du Royaume-Uni.

a) *La législation des États-Unis*

La législation américaine interdit, de manière générale, le placement primaire de titres euro-obligataires au porteur non soumis au contrôle de la Security and Exchange Commission (SEC). Il est important de souligner la différence existant entre la pratique américaine et celle de l'euromarché. Dans la tradition américaine d'émission d'obligations, la documentation est finalisée avant le début du placement alors que les transactions sur l'euromarché sont généralement matérialisées dans divers documents, entre le moment du lancement de l'opération et la date de paiement²⁷. Ainsi, des difficultés peuvent apparaître quant à l'application de la loi américaine aux émissions d'euro-obligations suivant la pratique européenne. Ces difficultés sont accentuées par l'application extraterritoriale de la législation américaine.

La réglementation S²⁸ permet aux émetteurs étrangers, dont les titres ne présentent pas d'«intérêt substantiel pour le marché américain», d'émettre leurs titres en dehors des États-Unis, dans le cadre d'une transaction délocalisée («*off shore*») et de bénéficier d'un régime d'exception à l'article 5 de la loi de 1933 qui est d'application extraterritoriale. L'article 5 exige que toute entité désirant procéder à une nouvelle émission soumette au visa de la SEC une déclaration

²⁷. G.J.Y. THIEFFRY, «The Practical Impact of Regulation S, TEFRA D/C, and Rule 144 A on the Eurobond market», (1992) 2 R.D.A.I. 127, 131.

²⁸. Regulation S, adoptée en mai 1990, dans le cadre du *United States Securities Act of 1933*, c. 38, 48 Stat. 74, promulguée par la note 33-6863.

d'enregistrement et distribue aux investisseurs potentiels un prospectus²⁹. La réglementation ne trouve à s'appliquer que si certaines conditions sont remplies. L'émission internationale de titres obligataires ne doit comporter qu'un minimum de contacts avec les États-Unis ou avec tout citoyen américain. Plus spécifiquement, on exige qu'aucun «effort de vente directe» ne soit effectué aux États-Unis, et que la transaction soit une transaction délocalisée³⁰. De plus, la SEC a divisé les émetteurs en trois catégories³¹. Dans chaque catégorie, différentes conditions doivent être satisfaites pour que l'émission soit exemptée de l'exigence d'enregistrement³².

À cette réglementation compliquée viennent s'ajouter des restrictions établies par les autorités fiscales américaines, l'IRS («Internal Revenue Service»). Tout émetteur est tenu responsable de toute violation des règles édictées par l'IRS durant le placement de ses valeurs mobilières. Les sanctions qui peuvent être imposées varient d'amendes fiscales à l'imposition d'une retenue à la source³³. Une des règles édictée par l'IRS est la règle TEFRA D. Selon cette règle, le placement des titres doit comporter une période de restriction courant de la date du début de l'offre jusqu'à 40 jours après la date de paiement et durant laquelle aucune vente ne peut avoir lieu aux États-Unis ou auprès d'investisseurs américains. Une attestation confirmant que le détenteur des titres n'est pas américain doit être délivrée le jour de la livraison des titres définitifs. De plus, les titres doivent être émis hors des États-Unis. Cette règle octroie une protection à tout émetteur qui peut démontrer à l'IRS qu'il s'y est conformé.

²⁹. Apparemment, la législation canadienne est similaire à cette législation américaine, à la différence qu'elle s'applique même aux émissions internationales de titres obligataires.

³⁰. Voir r. 903 et r. 904 de la réglementation S.

³¹. «Catégorie 1 : (i) les offres de valeurs mobilières d'émetteurs étrangers n'étant pas susceptibles d'attirer un intérêt substantiel de la part du marché américain («SUMSI»); (ii) les offres directes à l'étranger; (iii) les offres de valeurs mobilières garanties par des souverains étrangers; ou (iv) les offres de ventes à des employés dans le cadre de participation du capital et ce, sous certaines conditions. Catégorie 2 : (i) les offres de valeurs mobilières émises par des émetteurs américains ou étrangers soumis au contrôle de la SEC; et (ii) les émissions obligataires émises par des émetteurs étrangers ne tombant pas dans la catégorie 1. Catégorie 3 : émissions de valeurs mobilières de tout autre émetteur, mais principalement des émetteurs américains non-soumis au contrôle de la SEC» : G.J.Y. THIEFFRY, *loc. cit.*, note 27, p. 129.

³². Voir r. 903. La SEC désigne ces règles comme étant des exceptions («safe harbor rules»); pour plus de détails, voir R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 399; F.E. DANGEARD, «Droit américain des valeurs mobilières et opérations financières internationales : quelques propositions récentes de la SEC», (1989) 1 R.D.A.I. 3, 18; G.J.Y. THIEFFRY, *loc. cit.*, note 27.

³³. Ces restrictions sont comprises dans le *Tax Equity and Fiscal Responsibility Act of 1982*, Pub. L. No. 97-248, 96 Stat. 324 (TEFRA). Les émetteurs non américains peuvent choisir de placer leurs obligations dans le cadre des règles TEFRA C ou TEFRA D. Voir G.J.Y. THIEFFRY, *loc. cit.*, note 27, 130; R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 409 et suiv.

Les réglementations S et TEFRA n'ont pas été rédigées en tenant compte des particularités des euromarchés. Ainsi, il n'est pas évident pour les émetteurs de toujours se conformer à ces réglementations compliquées.

L'émetteur qui désire éviter le risque d'entrer en conflit avec la réglementation américaine sur les valeurs mobilières peut recourir à la règle 144 A. Établie dans le but de créer un marché plus liquide entre les investisseurs américains, cette règle permet la revente sans enregistrement, à certains investisseurs institutionnels qualifiés³⁴, de certaines valeurs mobilières qui ont fait l'objet d'un placement privé dispensé d'enregistrement³⁵. La règle 144 A n'autorise pas directement un émetteur étranger à offrir ses titres sur le marché américain ou à un investisseur américain. Néanmoins, un émetteur étranger peut bénéficier de l'application de cette règle, s'il a réussi à se voir appliquer une exemption d'enregistrement des titres auprès de la SEC³⁶. Par exemple, un émetteur peut invoquer l'exception de l'article 4(2) de la loi de 1933, concernant les placements privés. Bénéficiant de cette dernière exception, il peut revendre les titres avant la fin de la période de deux ans imposée par la règle 144(d), en application de la règle 144 A³⁷.

La règle 144 A permet également de revendre des titres offerts en dehors des États-Unis sans enregistrement auprès de la SEC dans le cadre de la réglementation S. Néanmoins, la revente doit se conformer aux exigences de l'article 4(3) de la loi de 1933. Cet article requiert l'expiration d'une période de 40 jours après l'offre des titres au public ou à un intermédiaire avant toute revente aux États-Unis³⁸.

La règle 144 A reste difficile à appliquer car les règles de l'«IRS» restreignent considérablement les possibilités d'émissions d'euro-obligations. En effet, ces règles interdisent le placement primaire de titres au porteur aux États-

³⁴. Ces investisseurs sont les «*qualified institutional buyers*» (ci-après cités : «QIBs»). Ce sont des institutions qui possèdent ou gèrent des valeurs mobilières, achetées pour une somme au moins équivalente à 100 millions de dollars américains. La somme requise est moins élevée (10 millions de dollars américains) pour les professionnels. Pour les banques et les institutions d'épargne et de crédit, il est exigé qu'elles justifient d'un montant net d'au moins 25 millions de dollars américains. La définition de «*qualified institutional buyers*» ne semble pas encore être définitive.

³⁵. La règle 144 A a été adoptée par la SEC le 19 avril 1990 par les «Release» 33-6862 et 34-27928. Cette règle est entrée en vigueur le 30 avril 1990.

³⁶. R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 423.

³⁷. *Id.*

³⁸. *Id.*, p. 425.

Unis et n'ont pas été abolies pour les placements dans le cadre de la règle 144 A³⁹.

Le droit américain des valeurs mobilières a donc fait l'objet de récentes modifications. La SEC a tenté d'adopter une approche territoriale dans sa réglementation. Néanmoins, ces améliorations ne profitent qu'au marché des actions et non au marché des obligations. Le bénéfice de ces nouvelles règles sur le marché euro-obligataire restera extrêmement limité tant que l'IRS ne restreindra pas l'application de ses règles à son territoire⁴⁰.

b) *La législation du Royaume-Uni*

Une part importante de l'activité du marché primaire se déroule au Royaume-Uni. Les dispositions relatives aux restrictions de vente de valeurs mobilières dans le Royaume Uni se trouvent dans le *Financial Service Act de 1986* (FSA)⁴¹ et dans la partie III et IV du *Companies Act* de 1985 (jusqu'à ce que la partie V du FSA soit entrée en vigueur). La réglementation britannique a tenu compte du caractère international du marché euro-obligataire. Des exceptions ont été prévues pour accorder plus de flexibilité aux opérations effectuées dans le cadre de ce marché.

Le FSA exige que tout participant à une émission de valeurs mobilières soit une personne «autorisée»⁴². Ainsi, toute personne membre du syndicat de garantie doit être une personne autorisée afin de pouvoir offrir les titres au public. Le Royaume-Uni a également mis en oeuvre les directives européennes concernant les prospectus, qui imposent de façon générale l'obligation de publier un prospectus, mais créent un régime dérogatoire pour les euro-émissions. En application de ces directives, un prospectus n'est pas requis dans les cas où les euro-obligations sont souscrites par un syndicat d'émission, dont deux des membres proviennent de deux États membres, ou bien dans les cas où elles sont acquises seulement par une institution de crédit ou autres institutions financières⁴³.

³⁹. Il faut rappeler que les euro-obligations sont des titres au porteur. Pour se conformer aux règles de l'IRS, il faudrait convertir les titres au porteur placés dans le cadre de la réglementation 144 A en titres nominatifs avant d'être placés auprès de «QUIBS». Une émission sous forme nominative n'est pas attrayante pour l'investisseur dans la mesure où elle est non fongible avec l'émission euro-obligataire dont elle est issue. Voir G.J.Y. THIEFFRY, *loc. cit.*, note 27, 134.

⁴⁰. G.J.Y. THIEFFRY, *loc. cit.*, note 27, 135.

⁴¹. La plupart des dispositions du *Financial Services Act 1986* (R.-U.), 1986, c. 60, sont entrées en vigueur le 29 avril 1986 : (No 8) Order 1988.

⁴². L'article 3 du FSA exige, en fait, que toute personne effectuant une «activité d'investissement» soit une personne autorisée. La majorité des activités en relation avec une émission d'euro-obligations sont en pratique des activités d'investissement.

⁴³. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 214.

Le contrat type de souscription, élaboré par l'IPMA, propose d'ajouter certaines dispositions, afin de tenir compte des restrictions américaines et britanniques portant sur la vente, dans la clause concernant les représentations et garanties. En règle générale, dans la pratique, les contrats de souscription contiennent des clauses afférentes aux restrictions légales de vente aux États-Unis et en Grande-Bretagne⁴⁴.

c) *La législation canadienne*

La législation canadienne relative aux restrictions de vente de valeurs mobilières demeure similaire, sous beaucoup d'aspects, à la législation américaine. Cependant, les provinces canadiennes n'ont pas adopté de réglementations nouvelles comme la réglementation S ou la règle 144 A. Les lois sur les valeurs mobilières du Québec ou de l'Ontario s'appliquent aux émissions d'actions effectuées par des entités de leur province, même si celles-ci s'effectuent à l'extérieur de leur territoire. Toutefois, il existe un régime dérogatoire pour les euro-émissions dans la mesure où les titres sont placés à l'extérieur du territoire⁴⁵.

La Commission des valeurs mobilières de l'Ontario («Ontario Security Commission» (OSC)) avait adopté, en 1980, l'Instruction Générale 1.5, concernant les émissions de titres s'effectuant en dehors de la province. Dans cette réglementation, la Commission énonçait qu'une émission d'euro-obligations effectuée par un émetteur de l'Ontario pouvait être considérée comme un placement en Ontario, et par la suite être soumise aux exigences du prospectus. Cette réglementation fut très critiquée. Elle ne prenait pas en compte les caractéristiques du marché euro-obligataire. Elle n'était pas adaptée aux émissions sur les marchés internationaux⁴⁶. Cette réglementation fut donc remplacée par une note d'interprétation⁴⁷, inspirée directement des réglementations de la SEC⁴⁸, et se conformant aux procédures standards des euro-obligations. Selon cette note d'interprétation, toute émission effectuée à l'extérieur de l'Ontario, par un émetteur étranger ou par un émetteur d'une autre province, ne requiert pas de prospectus ou d'exemption de prospectus.

⁴⁴. Pour un exemple de ces clauses, voir R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 183 et suiv.

⁴⁵. *Canada's Role in the International Securities Market*, Insight Conference of May 31, 1994, Toronto, Insight Press, 1994, pp. 211 et 212.

⁴⁶. Il faut noter que les émetteurs remplissant les conditions du Prompt Offering prospectus (P.O.P.) n'étaient pas assujettis à la réglementation de la note 1.5.

⁴⁷. ONTARIO SECURITY COMMISSION, *Distribution of Securities outside Ontario*, Interpretation Note 1, mars 1983.

⁴⁸. Voir surtout «Release 4708».

Toutefois, afin de bénéficier de cette exemption, l'émetteur, les syndicats d'émission et les autres participants doivent prendre des mesures suffisantes pour garantir que les titres émis resteront en dehors de l'Ontario. À cette fin, la note d'interprétation énumère plusieurs conditions⁴⁹. En général, ces conditions sont relatives à l'interdiction de vendre les euro-obligations au Canada, et à l'exigence de la création d'un certificat temporaire. Ce certificat ne peut être remplacé par des titres définitifs qu'après l'écoulement d'une période de 90 jours suite au placement des titres («*lock up period*»), et après l'obtention d'une garantie que les titres ne sont pas détenus par des résidents canadiens⁵⁰. Il est toutefois possible d'échapper à cette réglementation en vendant les titres par le biais du placement privé bénéficiant de l'exemption de prospectus.

L'assouplissement de la réglementation de l'Ontario avait pour objectif l'adaptation aux pratiques de l'euromarché. Cependant, cette réglementation fut rapidement dépassée avec l'adoption par la SEC de la réglementation S en 1990. Il s'ensuit qu'aujourd'hui, les émetteurs de l'Ontario se voient appliquer des règles plus strictes que celle imposée par la SEC. Ce résultat paraît aberrant, sachant que la loi sur les valeurs mobilières américaine a toujours fait preuve de sévérité exemplaire. La période de gel («*lock up*») est toujours de 90 jours en Ontario alors qu'elle a été abaissée à 40 jours par la SEC avec la réglementation S⁵¹.

La réglementation de l'OSC a également maintenu l'exigence d'un certificat temporaire. Cette exigence a été abolie par la réglementation S pour les émetteurs rendant des comptes à la SEC. Néanmoins, comme il a été préalablement expliqué, les règles de l'IRS ont entraîné la continuation d'une période de restriction.

L'entité canadienne désirant émettre aux États-Unis doit se conformer aux règles de l'IRS. Il est logique de se demander quelles sont les raisons justifiant la soumission d'un émetteur canadien aux réglementations fiscales américaines⁵²?

Au Québec, l'article 12 de la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵³ exige que les émetteurs québécois désirant opérer sur l'euromarché obtiennent préalablement

⁴⁹. Voir Cally JORDAN, «Canadian Participation in International Capital Markets : A Reassessment», (8 avril 1994) *Meredith Conference, McGill University* 14.

⁵⁰. Instruction générale 1.5 de l'OSC. Il faut souligner qu'avec l'adoption du règlement S de la règle 144, un changement important s'est produit et cette note d'interprétation apparaît en retard sur la pratique des euromarchés : *Id.*

⁵¹. *Id.* Il faut souligner que les émetteurs canadiens n'ont pas trop souffert du retard de la réglementation de l'OSC (Ontario Security Commission) par rapport à la pratique de l'euromarché. En effet, la majeure partie des émetteurs sont des entités publiques, exemptées de l'exigence de prospectus en application de la loi sur les valeurs mobilières de l'Ontario (*Ontario Securities Act*).

⁵². C. JORDAN, *loc. cit.*, note 49, p. 16.

⁵³. *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.Q., c. V-1.1.

une exemption de prospectus. Il ne semble pas que cette exigence constitue un obstacle pour les émetteurs québécois dans la mesure où elle est facilement accordée.

Il est important de signaler l'existence du régime d'information multinational («*Multijurisdictional Disclosure System*»)⁵⁴. Ce régime a pour objet de faciliter les émissions de valeurs mobilières canadiennes aux États-Unis et réciproquement. Il permet ainsi aux sociétés canadiennes de «grande taille»⁵⁵ de placer leurs titres et de procéder à des offres de droit et, dans certains cas, à des offres publiques en se conformant aux exigences juridiques en vigueur dans leur province (à quelques exceptions près)⁵⁶.

⁵⁴. Régime d'information multinational, Instruction générale, rapportée au *Bulletin de la Commission des Valeurs Mobilières du Québec*, Vol. XXII, n:26, Québec, Direction générale des publications gouvernementales, 1991, Annexe 2.

⁵⁵. Au Québec, il s'agit des sociétés admissibles au régime de prospectus simplifié et répondant aux conditions énoncées aux paragraphes 1 et 2 de l'article 164 de la *Loi sur les valeurs mobilières*, précitée, note 53. Dans les autres provinces canadiennes, il s'agit des émetteurs admissibles au régime du «*Prompt Offering Prospectus*», ainsi que les autres sociétés qualifiées en vertu du régime d'accès au marché américain. Voir, JEAN L. BERNIER, «Internationalisation des marchés financiers : le cas du Régime d'information multinational», dans Service de la formation permanente, Barreau du Québec, *Développements récents en droit des valeurs mobilières* (1992), Cowansville, Éditions Yvon Blais, p. 175.

⁵⁶. *Id.*

3. Problèmes juridiques soulevés par le contrat de souscription

Le contrat de souscription, dans le cadre d'une émission internationale d'obligations, est caractérisé par sa structure complexe. D'envergure internationale, il implique la participation d'acteurs de nationalités différentes domiciliés dans diverses juridictions. Les contrats de souscription peuvent varier d'une émission à l'autre. En général, ce sont les membres du syndicat de direction, et surtout leur nationalité, qui vont influencer la rédaction du contrat.

Certains problèmes spécifiques se posent lors d'une émission internationale. Ces problèmes concernent le choix de la loi applicable, la nature des obligations des preneurs fermes, les cas dans lesquels le syndicat de direction est libéré de ses obligations, les garanties fournies par l'émetteur, l'identification et la contribution des membres du syndicat de direction ainsi que la responsabilité potentielle des preneurs fermes relative au coût de la stabilisation. Diverses clauses du contrat de souscription tentent d'y remédier.

a) *Le choix de la loi applicable*

Le contrat de souscription, dans le cadre d'une émission internationale, est soumis à la loi choisie par les parties⁵⁷. Les nouvelles dispositions du *Code Civil du Québec* relatives au droit international privé donnent aux parties davantage d'autonomie en ce qui concerne le choix de la loi applicable à un contrat international.

L'IPMA recommande la loi anglaise. Dans la pratique, cette loi gouverne la majorité des contrats de souscription. Les parties demeurent, néanmoins, libres de choisir toute autre loi. En général, le contrat de souscription sera soumis à la loi du territoire de l'émetteur. Le fait de placer les titres sur plusieurs territoires a pour conséquence d'assujettir le placement des titres aux lois des valeurs mobilières de plusieurs juridictions.

Au Canada, la *Loi sur les valeurs mobilières*⁵⁸ est calquée sur la loi américaine de 1933⁵⁹.

— La loi américaine : loi complexe et stricte, assouplissement dans le cadre d'émissions internationales

Les lois sur les valeurs mobilières (« securities ») régissent l'émission et la vente d'euro-obligations. Le terme « securities » du *Securities Act of 1933*⁶⁰ et du

⁵⁷. Sous réserve de l'application des lois d'ordre public.

⁵⁸. *Loi sur les valeurs mobilières*, précitée, note 53.

⁵⁹. *Securities Act of 1933*, précité, note 28.

⁶⁰. *Id.*

*Securities Exchange Act of 1934*⁶¹ recouvre une vaste catégorie de titres financiers, comprenant les euro-obligations, les obligations convertibles ainsi que les warrants⁶².

La législation américaine peut être déclarée applicable en dépit de la loi choisie par les parties. Cette loi est d'ordre public et d'application extraterritoriale. Elle s'applique, en général, lorsque l'émetteur est américain ou lorsque l'émission se déroule aux États-Unis. De plus, le droit américain sur les valeurs mobilières a vocation à s'appliquer même lorsque l'émission n'est pas effectuée aux États-Unis, dans la mesure où le critère de commerce interétatique est mis en oeuvre et surtout, les tribunaux américains et la SEC ont considéré que ce droit avait une application extraterritoriale⁶³.

Mis à part l'application de la loi américaine pour satisfaire aux exigences de l'ordre public, il existe de bonnes raisons d'appliquer cette loi. Les sociétés américaines sont d'importants émetteurs sur le marché américain, nombre de chefs de file et de preneurs fermes sur le marché euro-obligataire sont des banques d'investissement américaines et enfin, le dollar américain est la monnaie dans laquelle plus de la moitié des émissions sont dénommées⁶⁴.

— La loi du Royaume-Uni

Pendant longtemps, Londres fut le centre international de la finance. La loi anglaise fut donc souvent insérée dans la clause de loi applicable. Aujourd'hui, environ 95% des contrats sont soumis à cette loi.

Le Royaume-Uni a toujours fait preuve d'un certain laxisme réglementaire au niveau de la finance internationale. Ce régime souple, basé sur le concept d'auto-réglementation, a souvent incité les parties à choisir la loi britannique pour gouverner leur contrat⁶⁵.

⁶¹. *Securities Exchange Act of 1934*, c. 404, 48 Stat. 881.

⁶². Voir les définitions du terme «security» dans le *Securities Act of 1933*, précité, note 28, art. 2(1) et dans le *Securities Exchange Act of 1934*, *id.*, art. 3(a)(10).

⁶³. R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 362.

⁶⁴. *Id.*, p. 361.

⁶⁵. Il faut néanmoins noter l'existence d'une taxe («stamp tax») qui frappe les obligations émises en Grande-Bretagne. Cette taxe s'applique, en général, à toute sorte de valeurs mobilières lors de leur transfert. Elle s'applique ainsi aux titres étrangers émis au Royaume-Uni. (*Finance Act 1986* (R.-U.), 1986, art. 65(1). Voir *Halbury's Laws of England*, 4^e éd., Londres (R.-U.), Butterworth & Co., 1983, n° 642, p. 453 et *Halbury's Law of England — Cumulative Supplement — Part 2*, 4^e éd., Londres (R.-U.), Butterworth & Co., 1994, n° 642.

b) *La nature des obligations des preneurs fermes*

Lors d'une émission internationale de titres obligataires, la nature des obligations des preneurs fermes revêt une grande importance. La différence entre les pratiques d'émission européennes et américaines a déjà été soulignée. De ces différentes traditions, résulte une divergence entre la nature des obligations des preneurs fermes.

Dans la tradition européenne, et suivant les recommandations de l'IPMA, le syndicat de garantie assume une responsabilité conjointe et solidaire. Cela signifie qu'en cas d'échec de l'émission, l'émetteur peut se retourner contre n'importe quel membre du syndicat et lui demander de souscrire la totalité des titres. Bien sûr, l'allocation de responsabilité fait l'objet d'un accord entre les preneurs fermes

et les co-chefs de file («*agreement among managers*»)⁶⁶. Dans la tradition américaine, les preneurs fermes n'assument qu'une responsabilité solidaire. Or lors d'une émission internationale, les banques participantes sont souvent de nationalités différentes incluant des banques américaines ainsi que des banques européennes. Le problème qui en résulte est le suivant :

*if the obligations of the U.S. underwriters are several, and the obligations of the underwriters in the other syndicates are joint and several, a default by a single U.S. underwriter that releases the U.S. underwriters from their obligation to carry out the U.S. offering could, in effect, vitiate the joint and several character of the obligations of the underwriters in the other syndicates.*⁶⁷

Pour remédier à ce problème, on précise souvent dans le contrat de souscription que la responsabilité des syndicats américains sera solidaire et celle des syndicats européens, conjointe et solidaire; néanmoins, les syndicats à l'extérieur des États-Unis ne peuvent être libérés de leurs obligations si l'un des preneurs fermes américains vient à défaillir.

c) *La clause de sauvegarde*

Le contrat de souscription peut, dans certains cas, faire l'objet d'une résiliation avant la clôture de l'émission. La résiliation anticipée est prévue contractuellement par le biais de la clause de sauvegarde ou de la clause de résiliation anticipée.

La clause de sauvegarde est de première importance car elle va permettre au chef de file de se libérer de ses obligations au cas où des événements rendraient la souscription de l'émission impossible. Cette clause doit être soigneusement négociée et les événements déclenchant sa mise en oeuvre doivent faire l'objet d'une description détaillée. Ces événements peuvent être : la détérioration de la situation financière de l'émetteur, des changements majeurs économiques ou politiques ou une importante détérioration des conditions du marché euro-obligataire.

Cette clause s'apparente à une clause de force majeure. Certains praticiens ne la considèrent pas comme telle, car les événements qui peuvent donner lieu à sa mise en oeuvre sont décrits de manière détaillée⁶⁸.

L'IPMA recommande l'utilisation d'une des deux formes standardisées de clause de force majeure⁶⁹. Il faut noter que ces clauses sont en général rédigées

⁶⁶. R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 184 et suiv.

⁶⁷. E. GREEN et autres, «U.S. regulation of the international securities markets», (1992) *Prentice-Hall Law Business* 239.

⁶⁸. Cependant, dans beaucoup de contrats internationaux, les événements provoquant la mise en oeuvre de la clause de force majeure sont également décrits de manière détaillée.

⁶⁹. Voir *IPMA Standard Terms for Subscription Agreements* (ci-après cité : «IPMA»), février 1993, art. 11.

en termes très larges. Il appartient au chef de file, agissant en tant que représentant du groupe de direction, de mettre en oeuvre cette clause lorsqu'*il lui semble* qu'un des événements stipulés dans cette clause s'est produit⁷⁰. Cependant, on exige souvent que l'événement en question cause un préjudice matériel à la bonne marche de l'émission, au placement des titres ainsi qu'à leur négociation sur le second marché. Ainsi, le champ d'application de la clause ne se limite pas aux événements affectant l'émission proprement dite, mais couvre aussi ceux postérieurs à l'émission. L'appréciation du préjudice est également laissée à la discrétion du groupe de direction⁷¹. Bien que cette clause soit presque systématiquement présente dans les contrats de souscription internationaux, elle est en pratique rarement utilisée. Les chefs de file hésitent à la mettre en oeuvre car cela peut sérieusement porter atteinte à leur réputation sur le marché⁷².

La clause de résiliation anticipée (*«termination clause»*), peut être mise en oeuvre par le chef de file lorsque certaines conditions stipulées dans le contrat de souscription ne sont pas respectées par l'émetteur. Les conditions recommandées par l'IPMA sont les suivantes⁷³ : la cotation des titres en bourse, la délivrance des lettres de clôture au groupe de direction, l'authenticité des représentations et garanties effectuées par l'émetteur, l'exécution de ses obligations par ce dernier ainsi que, le cas échéant, par son garant, la délivrance du certificat de clôture et toute autre condition spécifiée au contrat.

Au cas où l'émetteur ne remplirait pas l'une de ces conditions, le chef de file peut, à tout moment, avant la souscription des titres obligataires, résoudre le contrat.

d) *La clause de garantie et de représentation*

La clause de garantie et de représentation doit faire l'objet d'un examen attentif. Par cette clause, l'émetteur effectue des représentations et procure des garanties quant à sa capacité légale de procéder à l'émission, à la validité des titres obligataires, à la possibilité d'obtenir les autorisations requises, et quant au fait qu'il n'y a eu aucun changement significatif concernant sa situation financière depuis la publication de ses derniers comptes audités⁷⁴.

⁷⁰. Cependant, on peut spécifier que le chef de file doit obtenir l'opinion des co-chefs de file avant de prendre la décision de mettre en oeuvre la clause de sauvegarde.

⁷¹. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 181.

⁷². *Id.*

⁷³. IPMA, art. 7(a).

⁷⁴. Voir *id.*, art. 5.

e) *Les clauses d'indemnisation et de contribution*

Le but de ces clauses est de protéger le groupe de direction contre les déclarations fausses ou trompeuses figurant dans le prospectus, ou le non-respect des déclarations ou des garanties fournies par l'émetteur. Lorsqu'elles sont considérées comme valides par les tribunaux locaux, la mise en oeuvre de ces clauses engendre l'indemnisation du syndicat bancaire par l'émetteur.

Les clauses d'indemnisation ont été jugées contraires à l'ordre public par les tribunaux américains en raison du rôle très important du groupe de direction auprès du public lors de l'émission. Les tribunaux américains ont considéré que l'insertion de telles clauses aurait pour effet de déresponsabiliser le groupe de direction. Le groupe de direction est généralement composé d'institutions financières qui ont une bonne réputation dans le ou les pays où se déroule l'émission et en qui le public a confiance. Mais lorsque l'émission échoue, la loi américaine offre un recours au public mécontent. L'article 11 de la loi de 1933 permet à un acquéreur insatisfait de mettre en cause la responsabilité du syndicat d'émission lorsque le prospectus d'enregistrement contient des informations fausses ou trompeuses. Les intermédiaires, craignant que leur responsabilité ne soit mise en cause, ont alors tenté de se retourner contre l'émetteur. Afin de se protéger, ils ont inséré dans les contrats de souscription des clauses les indemnisant de leur responsabilité.

Les tribunaux américains ont refusé de mettre en oeuvre ces clauses au motif qu'accorder l'indemnisation au groupe de direction annulerait sa responsabilité auprès du public. De plus, le fait d'allouer une indemnisation à un membre de ce groupe irait à l'encontre de la philosophie de l'article 11 de la loi de 1933, en atténuant l'obligation d'investigation du groupe de direction préalablement à toute émission⁷⁵. Ainsi, la jurisprudence américaine a déclaré contraire à l'ordre public les clauses d'indemnisation⁷⁶.

Cependant, les tribunaux américains ont accueilli favorablement les clauses de contribution. Ces clauses répartissent contractuellement la responsabilité entre les parties⁷⁷. Ils ont considéré qu'imposer une contribution à la réparation du dommage empêcherait les parties fautives d'échapper à leur responsabilité, tout en maintenant la fonction de dissuasion de l'article 11. Ainsi, le groupe de direction assume toujours une obligation d'investigation et ne peut pas se décharger de sa responsabilité sur l'émetteur.

⁷⁵. Helen S. SCOTT, «Resurrecting indemnification : contribution clauses in underwriting agreements», (1986) 61 *N.Y. University Law Review* 223, 243.

⁷⁶. Voir *Globus v. Law Research Service, Inc. (Globus I)*, 287 F. Supp. 188 (S.D.N.Y. 1968) aff'd, 418 F. 2d 1276 (2d Cir. 1969), cert. refusé, 397 U.S. 913 (1970) et *Kennedy v. Josephthal & Co* [1982-1983 Transfert Binder] Fed. Sec. L. Rep. (CCH) ¶99, 204 at 95, 821 (D. Mass. May 9, 1983).

⁷⁷. Voir *Globus v. Law Research Service, Inc. (Globus II)*, (318 F. Supp. 955 (S.D.N.Y. 1970), aff'd, 442 F. 2d 1356 (2d Cir.), cert. refusé, 404 U.S. 941 (1971).

En pratique, la différence entre indemnisation et contribution n'est pas aussi nette que la jurisprudence l'affirme⁷⁸. L'indemnisation de la partie non fautive ou la contribution de la partie fautive peuvent aboutir au même résultat. Les parties peuvent s'accorder sur un montant correspondant à une contribution qui peut être aussi élevée qu'une indemnisation⁷⁹. Il est intéressant de noter que l'IPMA recommande d'insérer au contrat une clause d'indemnisation⁸⁰.

Au Canada, les tribunaux ne se sont pas prononcés sur la licéité des clauses d'indemnisation ou de contribution. Les juristes québécois, lorsqu'ils sont consultés sur la clause d'indemnisation, émettent des réserves suite à leur illégalité aux États-Unis. Ce type de clause se retrouve toutefois dans un certain nombre de contrats de souscription auxquels les parties ont expressément décidé d'appliquer la loi canadienne. Une clause de contribution est également souvent incluse dans les contrats de souscription. En général, les avocats recommandent à leurs clients d'insérer les deux sortes de clauses.

Il est intéressant de noter que la loi de l'Ontario sur les valeurs mobilières a envisagé le problème de la contribution des différents participants à l'émission. L'article 130(8) énonce en effet que toute personne responsable, du moins en partie, pour les informations fausses ou trompeuses comprises dans le prospectus doit contribuer à l'indemnisation de l'acquéreur trompé⁸¹.

Le problème de la licéité de ces clauses peut être abordé de manière différente car en droit civil, c'est aux tribunaux qu'il revient d'attribuer la responsabilité ou la faute en dernière analyse.

f) *La responsabilité potentielle des preneurs fermes relative au coût de la stabilisation*

Lors d'une émission internationale, le chef de file a un pouvoir considérable sur les autres membres du syndicat de garantie. C'est lui qui décide d'allouer à chaque membre du syndicat un certain nombre de titres après la fixation des conditions finales. Il est vrai que, par rapport aux demandes, les montants alloués sont généralement réduits de manière substantielle. Le chef de file s'octroie parfois la liberté de changer le prix et le nombre des titres qu'il s'était engagé à livrer au syndicat de garantie. En effet, il procède souvent à la stabilisation des titres. Cette opération consiste à supporter artificiellement le prix d'une émission pendant les premiers jours en rachetant une partie des titres

⁷⁸. H.S. SCOTT, *loc. cit.*, note 75, 247.

⁷⁹. *Id.* : Scott a proposé certains types d'accords de contribution qui n'entrent pas en conflit avec les objectifs de l'article 11 de la loi de 1933.

⁸⁰. IPMA, art. 5(B).

⁸¹. *Loi sur les valeurs mobilières*, L.R.O. 1990, c. S.5, mod. par L.O. 1992, c. 18, art. 56 et L.O. 1993, c. 27, annexe.

obligataires, avant qu'ils soient négociés sur le marché secondaire. Le syndicat de garantie ne sait pas d'avance si l'émission va faire l'objet de stabilisation. Ce dernier doit supporter les pertes du chef de file résultant de l'opération de stabilisation. Afin de combler ces pertes, le chef de file peut modifier le prix de l'émission⁸².

Récemment, l'IPMA a émis de nouvelles recommandations visant à limiter ce coût et à interdire aux chefs de file de le déduire à moins d'une entente préalable entre les membres du syndicat de garantie⁸³.

g) *Les clauses financières*

L'émission d'euro-obligations est une opération de crédit; il est donc normal que le groupe de direction veuille s'assurer de la solvabilité de l'émetteur. À cet égard, diverses clauses financières sont insérées dans le contrat.

i) *L'existence d'un garant*

Dans certains cas, l'émetteur peut bénéficier d'une caution, c'est-à-dire d'une entité légale séparée qui s'engage à assumer les obligations de l'émetteur au cas où l'émetteur viendrait à défaillir. S'il existe un garant, c'est la situation financière de ce dernier qui doit être prise en compte⁸⁴.

ii) *Le rang de la dette*

Le groupe de direction exige des sûretés quant à la dette de l'émetteur. Le problème du rang de la dette doit être envisagé lors de la rédaction du contrat. L'IPMA a proposé une classification en tenant compte du rang de la dette⁸⁵.

iii) *Les clauses de sûretés financières*

Nombre de contrats de souscription internationaux contiennent des clauses de sûreté négative («*negative pledge*»). Ces clauses interdisent à l'emprunteur de constituer des sûretés en faveur d'autres créanciers⁸⁶. Les grandes entreprises multinationales se montrent réticentes à l'insertion de clauses de sûreté de crédit. Du fait que les termes de l'émission doivent être dévoilés au public, la constitution de véritables sûretés peut être préjudiciable à leur prestige sur la scène financière internationale. De plus, ces gros émetteurs occupent souvent

⁸². I. STOER, «IPMA guidelines comfort co-manager», (mai 1989) *Euromoney* 147.

⁸³. *Id.*, p. 151. IPMA, *Guidelines for the «improvement of market practices»*, février 1989.

⁸⁴. F. FISHER, *op. cit.*, note 4, p. 101.

⁸⁵. *Id.*

⁸⁶. H. MERKEL, «Implication of the negative pledge clause in international finance», (1987) 7 *R.D.A.I.* 669, 670.

une position de force dans les négociations avec le groupe de direction. Ce dernier doit se limiter à requérir l'insertion d'une clause de «sûreté négative».

La clause de «sûreté négative» est souvent accompagnée des clauses de défaut («*default*») et de «défaut croisé» («*cross-default*»). Ces clauses permettent la résiliation du contrat par le groupe de direction si certains événements se produisent, comme la faillite de l'emprunteur ou la violation par ce dernier de la clause de «sûreté négative»⁸⁷.

Le contrat de souscription régit la relation entre l'émetteur et le groupe de direction. Nombre d'autres opérateurs interviennent dans le cadre d'une émission internationale d'euro-obligations. Les rapports entre les acquéreurs des titres et l'émetteur sont administrés par un tiers. Ce tiers peut être un représentant fiduciaire ou un agent fiscal.

II. L'ADMINISTRATION D'UNE EMISSION D'EURO-OBLIGATIONS

Lors d'une émission internationale d'euro-obligations, le représentant fiduciaire («*trustee*») et l'agent fiscal jouent un rôle important dans l'administration des rapports avec les porteurs des titres.

⁸⁷. *Id.*

Lors de la préparation d'une émission internationale d'euro-obligations, le choix entre un représentant fiduciaire et un agent fiscal est de première importance, surtout en ce qui a trait aux conséquences pratiques de défaut d'exécution. Il existe en effet des différences majeures entre les rôles assumés par chacun⁸⁸.

La fonction de l'agent fiscal est de représenter l'émetteur auprès des obligataires. Il agit également en tant qu'agent de l'émetteur. Son rôle consiste à gérer financièrement l'emprunt, il joue un rôle un peu plus important que l'agent principal payeur. Il est nommé dans le contrat d'agent financier. Ses pouvoirs sont très limités comparativement à ceux du représentant fiduciaire. Il n'assume pas d'obligations envers les obligataires. La position d'agent fiscal est généralement occupée par le chef de file, auquel s'adjoint une série d'agents payeurs choisis en fonction de considérations géographiques.

Le représentant fiduciaire («*trustee*») a pour rôle de représenter les obligataires. Il n'est mandataire ni de l'émetteur ni du groupe de direction. Dans la pratique des euro-émissions, le contrat de fiducie a pour effet de transférer tous les droits des obligataires au représentant fiduciaire. Ainsi, ce dernier peut exercer les droits des obligataires et possède un large pouvoir discrétionnaire quant à cet exercice. Afin d'exercer efficacement ses fonctions et de se protéger contre d'éventuelles actions en justice de la part des détenteurs de titres, le représentant fiduciaire bénéficie d'immunités importantes.

La fonction du représentant fiduciaire consiste à contrôler la bonne marche de l'émission, à vérifier le paiement des intérêts et la façon dont le titre est amorti. Il doit aussi vérifier les sûretés associées à l'émission et s'assurer de l'exécution des accords.

Dans certains syndicats de banques européennes, il n'existe pas de représentant fiduciaire, la représentation juridique s'effectue par la masse des obligataires⁸⁹.

A. Le contrat d'agent financier («fiscal agency agreement»)

Aux États-Unis, la loi exige que les émissions de titres de créance effectuées par des sociétés privées se fassent par le biais de contrats de fiducie («*trust indentures*»). Il n'existe aucune exigence légale de la sorte s'appliquant aux émissions effectuées par des organismes gouvernementaux et par leurs agences. Ces derniers ont souvent recours aux contrats d'agents fiscaux.

⁸⁸. Malgré ces différences, les télex d'invitation envoyés aux différents membres potentiels du syndicat d'émission ne mentionnent pas, dans beaucoup de cas, sous quels types d'accords seront émis les titres. Voir, A.S. PERGAM, «Eurobonds : Trustees, Fiscal Agents and the Treatment of Default», (1985) 3 *Studies in Trans. Eco. L.* 335.

⁸⁹. H. DE LA BRUSLERIE, *op. cit.*, note 6, p. 38.

Dans l'euromarché, du fait de l'absence de réglementation concernant l'utilisation de l'un ou l'autre des accords et des régimes d'exception créés par de nombreux marchés boursiers pour les émissions internationales, la majorité des émetteurs utilisent l'accord d'agent fiscal⁹⁰. En effet, il s'avère moins onéreux pour un émetteur de recourir à un agent fiscal, plutôt qu'à un représentant fiduciaire. De plus, la documentation relative au contrat d'agent fiscal est plus simple⁹¹.

L'agent fiscal n'est normalement qu'un mandataire de l'émetteur. Les règles sur le mandat s'appliquent en général. Cependant, l'agent fiscal n'est pas un parfait mandataire. Son rôle ne consiste pas à gérer les affaires de l'émetteur et il ne possède pas, sauf exception, de pouvoir discrétionnaire. Ses fonctions lui assignent diverses tâches.

1. Les fonctions de l'agent financier

a) *La livraison d'euro-obligations*

Dans les cas où des titres globaux provisoires ont été émis, il incombe à l'agent fiscal d'échanger les titres définitifs contre ces titres provisoires. L'agent fiscal doit s'assurer que les chambres de compensation Euroclear et Cedel, détenant les titres provisoires, procurent les certificats nécessaires garantissant que les titres ne sont pas la propriété de citoyens américains. À défaut de la délivrance d'un tel certificat, la responsabilité de l'émetteur peut être mise en cause en application des lois américaines sur les valeurs mobilières. Et si, par conséquent, ce dernier venait à supporter une perte, il pourrait se retourner contre l'agent fiscal, conformément aux règles ordinaires du mandat⁹².

b) *Le paiement du principal et des intérêts*

L'agent fiscal joue le rôle de principal agent payeur. L'emprunteur transfère les fonds à l'agent fiscal qui les transfère à son tour aux autres agents payeurs. Ces derniers sont chargés d'effectuer le paiement du principal et des intérêts aux investisseurs finaux⁹³. Dans la pratique, les agents payeurs effectuent les paiements avec leurs fonds propres et ont droit au remboursement en application du contrat d'agent fiscal.

Les risques de non-paiement par l'émetteur reposent sur l'agent fiscal une fois que ce dernier a distribué les fonds. Diverses clauses sont insérées dans le

⁹⁰. A.S. PERGAM, *loc. cit.*, note 88, 336.

⁹¹. *Id.*

⁹². R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 219.

⁹³. *Id.*

contrat de fiducie afin d'assurer la protection de l'agent financier contre un tel défaut.

Ces clauses stipulent que l'émetteur doit mettre les fonds à la disposition de l'agent deux jours avant la date du paiement. Elles peuvent aussi contenir l'exigence de la détention en fiducie des fonds en faveur des obligataires. Ces clauses ont pour objet de protéger les détenteurs de titres contre les éventuels créanciers de l'émetteur⁹⁴.

c) *Le remboursement et le remplacement des obligations*

Certaines obligations font l'objet d'un remboursement anticipé. L'agent fiscal est chargé de gérer le nombre d'actions remboursées et le nombre d'actions qui restent en circulation. Il s'occupe également de remplacer les titres perdus ou détruits⁹⁵.

2. Les droits des obligataires

L'agent fiscal ne représentant pas les obligataires, chaque détenteur de titres obligataires doit agir pour son propre compte. Cela présente l'avantage de ne pas restreindre les actions que les créanciers peuvent intenter contre l'emprunteur.

Chaque obligataire peut donc individuellement procéder à une demande de remboursement anticipé en cas de non-paiement ou de violation de ses obligations par l'émetteur. Il peut intenter une action en paiement des intérêts et du principal.

Toutefois, il n'est pas toujours évident pour un actionnaire d'agir en justice contre l'émetteur. Le fait que chaque obligataire doive agir pour son propre compte augmente considérablement les frais consécutifs à toute action en justice. De plus, la mise en oeuvre des clauses de «défaut croisé» ou des clauses de «sûreté négative» insérées au contrat requiert souvent la participation d'un certain pourcentage d'obligataires. Cette mise en oeuvre s'avère d'autant plus difficile lorsque les titres sont au porteur, car il faut dans un premier temps localiser les porteurs de titres, puis les convaincre de participer à l'action en justice⁹⁶.

Dans les contrats d'agents fiscaux, les clauses de cas de défaut doivent être soigneusement rédigées. Elles doivent préciser si un seul obligataire peut

⁹⁴. *Id.* Il faut noter que cette clause a également pour but la protection contre une éventuelle procédure collective ou liquidation judiciaire de l'émetteur. Cependant, dans le contexte d'une émission d'euro-obligations, il faut tenir compte du fait que le système juridique gouvernant la procédure collective ou la liquidation judiciaire ne reconnaît pas forcément le concept de fiducie.

⁹⁵. *Id.*, p. 220.

⁹⁶. A.S. PERGAM, *loc. cit.*, note 88, 336.

provoquer la déchéance du terme en application de la clause correspondante («*acceleration clause*»). Certains contrats comportent également des clauses de «défaut croisé» qui peuvent être mises en oeuvre suite à un défaut de l'emprunteur lors d'une autre émission, alors même que les détenteurs de titres de l'émission en question n'ont pas entamé d'action⁹⁷.

Ainsi, le contrat d'agent fiscal génère certains risques importants pour l'émetteur, car chaque porteur d'euro-obligations a le pouvoir de mettre en cause sa responsabilité pour toute violation d'un des termes du contrat, même minime⁹⁸. Il n'existe aucun moyen pour l'émetteur de communiquer avec l'ensemble des obligataires, sauf s'il existe une assemblée d'obligataires.

Il est important de prévoir dans le contrat d'agent fiscal des assemblées générales d'obligataires. L'émetteur peut ainsi communiquer avec un organe unique. Le contrat spécifie souvent que les décisions prises sur certains sujets, à la majorité qualifiée des membres, lors d'une assemblée extraordinaire, lient les obligataires⁹⁹. Dans certains cas, l'émetteur peut proposer à cet organe la modification des termes et l'échéance de l'émission. En l'absence de l'assemblée générale d'obligataires, toute tentative de modification par l'émetteur serait vaine.

B. Le contrat de fiducie («trust deed»)

Un contrat de fiducie est un contrat passé entre l'émetteur et le représentant fiduciaire pour le bénéfice des futurs euro-obligataires. Dans les émissions d'obligations domestiques aux États-Unis, la loi exige, dans un but de protection, que les obligataires soient représentés par un représentant fiduciaire («*trustee*»). Une telle exigence n'existe pas pour les émissions internationales. Le marché euro-obligataire présente davantage de flexibilité que les marchés nationaux. Le chef de file, en concertation avec l'émetteur, dispose d'une liberté de choix entre l'agent fiscal et le représentant fiduciaire. Le choix a également trait à la forme, puisqu'il existe une grande flexibilité dans la rédaction des deux sortes de contrat.

Bien qu'il s'avère plus onéreux de nommer un représentant fiduciaire qu'un agent fiscal, le contrat de fiducie présente des avantages certains. Son utilisation est nécessaire dans le cas d'émissions compliquées. En effet, dans les euro-émissions comportant plusieurs classes d'obligataires, des titres au porteur, ou des sûretés diverses, il est nécessaire que les pouvoirs de représentation des

⁹⁷. *Id.*

⁹⁸. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 220.

⁹⁹. En droit anglais, les décisions de l'assemblée générale lient les obligataires car les titres obligataires sont incorporés par référence au contrat d'agent fiscal. *Id.*, p. 222.

détenteurs de titres soient centralisés dans les mains d'une seule personne¹⁰⁰. Pour les investisseurs, le fait d'être représentés par un représentant fiduciaire leur épargne du temps et de l'argent au cas où une action en justice devrait être intentée contre l'émetteur (sinon ils devraient intenter chacun une action individuelle). Le contrat de fiducie offre à l'émetteur la possibilité de communiquer avec un organe unique. Il peut dans certains cas demander à cet organe d'approuver certaines modifications.

¹⁰⁰. Pour une comparaison entre l'agent fiscal et le représentant fiduciaire, voir SMART, «Fiscal Agency of Trust Deed?», (1992) *I.F.L.R.* 18 et GOODALL, «Eurobonds Issued with the Benefice of the Trust Deeds», (1983) *I.F.L.R.* 19.

1. La reconnaissance et la force obligatoire du contrat de fiducie

La fiducie est une technique juridique de common law. Le Québec, province de tradition civiliste, l'a néanmoins récemment incorporée dans son droit positif. Dans le cadre des émissions internationales, se pose le problème de la validité et de la reconnaissance du contrat de fiducie dans les juridictions qui ne connaissent pas la fiducie. Cependant, si le contrat de fiducie est régi par une loi d'un système de common law, il est probable qu'il sera reconnu par les tribunaux de juridictions de droit civil. De nombreuses juridictions de droit civil ont utilisé d'autres techniques juridiques afin de garantir une représentation des obligataires. En droit français, les dispositions de la «société civile» et celles de la «masse des obligataires» ont parfois été mises en oeuvre¹⁰¹. La loi régissant le contrat de fiducie revêt une importance capitale, car elle en détermine sa validité. La Convention internationale de La Haye sur la loi applicable aux trusts et à leur reconnaissance¹⁰² présente également un intérêt dans le cadre des euro-émissions.

Sur le marché des euro-obligations, la pratique veut que dans beaucoup d'émissions, les contrats de fiducie soient gouvernés par la loi anglaise. Le droit anglais, en règle générale, n'exige pas la nomination d'un représentant fiduciaire pour gérer les intérêts des obligataires. Cependant, si les titres sont cotés sur le marché boursier international de Londres, les règles de cotation requièrent la nomination d'au moins un représentant fiduciaire¹⁰³. Selon le droit anglais, grâce à la «doctrine de l'incorporation», les dispositions du contrat de fiducie lient les porteurs de titres, alors que ceux-ci ne sont pas partie au contrat entre l'émetteur et le fiduciaire¹⁰⁴. Cette doctrine permet d'incorporer, par référence, dans les titres souscrits par les obligataires, des dispositions contractuelles que les porteurs d'obligations n'ont pas expressément approuvées.

Le droit américain impose certaines exigences pour les émissions domestiques de titres quant à la nomination d'un représentant fiduciaire. Les émissions effectuées par les sociétés commerciales doivent être qualifiées sous le *Trust Indenture Act of 1939*¹⁰⁵. Bien que cette condition ne soit pas exigée dans le cadre des émissions sur l'euromarché, le Trust Indenture Act exerce une influence importante sur le régime juridique des contrats de fiducie gouvernés par la loi de l'État de New York.

¹⁰¹. A.S. PERGAM, *loc. cit.*, note 88, 338.

¹⁰². *Convention de La Haye du 1^{er} juillet 1985 relative à la loi applicable au trust et à sa reconnaissance.*

¹⁰³. Voir «Admission of Security Listing» (the «Yellow Book»), dans R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 224.

¹⁰⁴. *Id.*

¹⁰⁵. *Trust Indenture Act of 1939*, c. 411, 53 Stat. 1149.

Le droit québécois vient récemment de reconnaître la fiducie. Ce concept a été incorporé dans le nouveau *Code civil du Québec*¹⁰⁶. Le nouveau Code comprend des dispositions spécifiques sur les conflits de loi applicable à la fiducie¹⁰⁷. Ces dispositions sont modelées d'après la Convention de La Haye. Le *Code Civil du Québec* admet la validité des contrats de fiducie créés pour administrer une euro-émission. En effet, ce contrat de fiducie se conforme aux exigences dictées par le Code : c'est un contrat exprès, une fiducie d'utilité privée à but commercial¹⁰⁸. La fiducie est valide simplement si le contrat de transfert obéit aux règles générales applicables aux contrats¹⁰⁹.

La nationalité de l'émetteur exerce souvent une forte influence sur le choix de la loi applicable. L'article 6 de la Convention internationale de La Haye du 1^{er} juillet 1985 sur la loi applicable aux trusts et à leur reconnaissance dispose que le contrat de fiducie est régi par la loi choisie par le fondateur. Au cas où les tribunaux d'une juridiction autre que celle de la loi applicable au contrat de fiducie devraient se prononcer, ils doivent donner effet à la loi choisie par les parties, en application de l'article 6 de la Convention.

2. Les fonctions et pouvoirs du représentant fiduciaire

Le représentant fiduciaire des euro-obligataires doit, dans l'exercice de ses fonctions, comme tout fiduciaire, obéir à certaines règles. Il doit tout d'abord agir avec diligence, dans les meilleurs intérêts des obligataires, selon les principes d'équité. Il ne doit pas se trouver en situation de conflit d'intérêt. Il lui incombe également de communiquer toute information pertinente affectant la fiducie. Enfin, il lui est interdit de déléguer ses fonctions et ses pouvoirs.

Comparativement à l'agent financier, le représentant fiduciaire dispose de larges pouvoirs afin d'exercer ses fonctions, à savoir gérer au mieux les intérêts des obligataires.

Le représentant fiduciaire doit, en premier lieu, veiller à la bonne marche de l'émission. Si l'émetteur venait à défaillir, il peut demander le remboursement anticipé des titres. Il n'a pas à requérir l'approbation des obligataires; il peut donc, sans leur consentement, poursuivre en justice et obtenir réparation en son nom propre. Dans certains cas, il lui appartient même de déterminer le caractère matériellement préjudiciable du défaut¹¹⁰. Les obligataires ne peuvent exiger, sauf exception, qu'il demande le remboursement anticipé.

¹⁰⁶. Voir M.C. CUMYN, «The Trust in a Civilian Context : the Quebec Case», (1994) 3 *J. of Int'l Trust and Corp. Planning* 69.

¹⁰⁷. C.c.Q., art. 3107 et 3108. Ces dispositions ont été adoptées d'après la Convention de La Haye sur les trusts et leur reconnaissance.

¹⁰⁸. C.c.Q., art. 1266, 1268 et 1269.

¹⁰⁹. C.c.Q., art. 1385 et suiv.

¹¹⁰. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, pp. 209 et 228.

En cas de défaut de l'émetteur, le représentant fiduciaire a les pouvoirs d'ordonner aux agents payeurs d'effectuer le paiement, correspondant au remboursement des titres, à son nom. Il faut souligner que seul le représentant fiduciaire a les pouvoirs d'intenter une action en paiement contre l'émetteur. Les obligataires n'ont pas ce pouvoir individuellement¹¹¹.

Le contrat de fiducie investit le fiduciaire de pouvoirs très importants en pratique pour la bonne marche de l'émission. Ce dernier peut, avec l'autorisation de l'émetteur, modifier les termes du contrat de fiducie sans le consentement des euro-obligataires. La modification du contrat de fiducie peut engendrer une modification des conditions gouvernant les titres, du moins selon le droit anglais, en application de la doctrine de l'incorporation. Néanmoins, ce pouvoir de modification unilatéral n'est pas illimité. D'une part, certaines dispositions contractuelles ne peuvent faire l'objet d'une modification par le fiduciaire. D'autre part, ce pouvoir doit être exercé de façon à ne pas causer de préjudice matériel aux intérêts des obligataires. Le problème se pose donc de savoir si la responsabilité du fiduciaire peut être mise en cause devant les tribunaux au motif qu'il ne pouvait pas décider en toute honnêteté qu'il n'existait pas de préjudice matériel. Jusqu'à quel point le fiduciaire peut-il modifier unilatéralement les dispositions du contrat de fiducie? En pratique, il serait sage que, pour toute modification substantielle, le fiduciaire demande l'aval des obligataires¹¹².

Le représentant fiduciaire a le pouvoir de renoncer à poursuivre l'émetteur pour certaines violations de ses obligations si, selon l'avis du fiduciaire, elles ne constituent pas un «préjudice matériel» aux intérêts des obligataires¹¹³. Certains contrats de fiducie l'autorisent à remplacer l'emprunteur par une autre entité, sans le consentement des obligataires. Mais ce pouvoir fait l'objet de limitations très strictes en pratique¹¹⁴. Enfin, dans certains cas, le fiduciaire d'une euro-émission peut être investi du pouvoir d'interpréter le contrat. En fait, ce pouvoir d'interprétation lui procure une liberté d'action très étendue. Afin d'éviter que les tribunaux soient évincés de tout contrôle, il est souvent stipulé que ceux-ci retiennent un pouvoir d'interprétation sur le contrat¹¹⁵.

Bien qu'il lui incombe de défendre les intérêts des obligataires, le représentant fiduciaire n'a pas l'obligation de surveiller de façon permanente l'émetteur, afin de détecter la moindre violation contractuelle. Cependant, la majorité des contrats de fiducie ne comportent pas de clause exemptant le

¹¹¹. *Id.*

¹¹². *Id.*, p. 232.

¹¹³. *Id.*, p. 231.

¹¹⁴. *Id.*, p. 234.

¹¹⁵. *Id.*, p. 235.

représentant fiduciaire de sa responsabilité pour sa négligence ou sa mauvaise conduite¹¹⁶.

3. Les obligations de l'émetteur par rapport au fiduciaire

Il est exigé de l'émetteur qu'il remplisse certaines obligations. En général, ces obligations consistent à communiquer certaines informations financières, dans certains délais, au représentant fiduciaire afin qu'il puisse accomplir ses fonctions de façon éclairée¹¹⁷. L'émetteur doit également fournir certaines garanties financières au représentant fiduciaire. Il est souvent inséré au contrat une clause de «sûreté négative», ainsi que des clauses contenant certaines restrictions financières. Le représentant fiduciaire veille à l'application de ces clauses et leur violation est un cas de défaut pouvant donner lieu à une action en justice¹¹⁸.

4. Les assemblées générales d'obligataires

Du fait de l'existence du contrat de fiducie, les obligataires sont les bénéficiaires de la fiducie. Ils sont en droit de réclamer que le fiduciaire exécute ses obligations selon les principes de la fiducie. En général, on exige du représentant fiduciaire qu'il gère les intérêts des obligataires comme un homme raisonnable gérerait ses propres affaires.

Étant donné que le représentant fiduciaire détient la majorité des pouvoirs de représentation des détenteurs de titres, les droits de ces derniers sont très limités. Cependant, le contrat de fiducie prévoit l'existence d'assemblées générales d'obligataires. Ces assemblées assument davantage une fonction de contrôle sur les actes du représentant fiduciaire qu'elles ne constituent une source de décision. Elles permettent aux obligataires de prendre certaines décisions, à la majorité qualifiée, concernant la modification des termes, la maturité des titres, la révocation du représentant fiduciaire¹¹⁹ et l'obligation de ce dernier de provoquer la déchéance du terme lors de la survenance d'un événement de défaut¹²⁰. Les assemblées extraordinaires peuvent être convoquées à tout moment par le représentant fiduciaire¹²¹.

¹¹⁶. A.S. PERGAM, *loc. cit.*, note 88, 339.

¹¹⁷. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 230.

¹¹⁸. F. FISHER, *op. cit.*, note 4, p. 85.

¹¹⁹. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 235.

¹²⁰. *Id.*, p. 207.

¹²¹. *Id.*, p. 222.

Ainsi, les pouvoirs des obligataires, même réunis en assemblée générale, demeurent restreints. Certains contrats de fiducie en droit anglais spécifient que le représentant fiduciaire garde le pouvoir discrétionnaire d'intenter une action, même si 20% des obligataires le lui demandent¹²². Bien sûr, un obligataire ne peut intenter individuellement une action contre l'émetteur. Cette interdiction fait l'objet d'une clause spécifique, la clause de «no-action».

5. La validité de la clause de limitation des actions («no-action»)

En général, le contrat de fiducie spécifie qu'aucun porteur de titre ne peut intenter une action en justice contre l'émetteur en cas de défaut de paiement de ce dernier. Le seul cas où une telle action est autorisée se présente lorsque le représentant fiduciaire doit agir contre l'émetteur et a manqué de le faire pendant un délai raisonnable¹²³. Cette clause limite expressément le champ d'action des obligataires, d'où son nom, la clause de «no-action». Elle a pour but d'éviter la multiplication des actions intentées devant les tribunaux, ainsi que la «course» entre les obligataires craignant de ne pas obtenir paiement de leur dû.

Le problème de la validité de ces clauses a été soulevé. Les solutions retenues en droit anglais et en droit américain diffèrent. La jurisprudence anglaise soutient que cette clause doit être mise en vigueur même lorsqu'elle a pour conséquence de restreindre le droit d'action individuel des obligataires¹²⁴. Alors qu'aux États-Unis, la plupart des contrats de fiducie soumis à la loi de l'État de New York reconnaissent le droit des obligataires d'intenter individuellement une action en justice pour défaut de paiement du principal et des intérêts¹²⁵.

6. La révision des décisions du représentant fiduciaire par les tribunaux

Lorsque l'euro-émission est gérée par un représentant fiduciaire, il existe peu de moyens à la disposition des porteurs de titre pour contester individuellement les actes ou le défaut d'agir du fiduciaire. Par exemple, un obligataire peut s'estimer lésé car le représentant fiduciaire n'a pas provoqué la déchéance du terme, suite à la survenance d'un événement de défaut. Il est vrai que, dans la plupart des cas, le titre lui-même procure la possibilité aux titulaires représentant 20% ou plus de la totalité des euro-obligations d'exiger du représentant fiduciaire

¹²². A.S. PERGAM, *loc. cit.*, note 88, 341. Il faut noter que le droit américain n'a pas retenu cette solution.

¹²³. R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 211.

¹²⁴. *Id.*, p. 210, voir les décisions suivantes qui y sont citées : *Rogers & Co. v. British and Colonial Colliery Supply Association*, (1898) 68 LJ QBD 14; *Pethybridge v. Unibifocal Co.*, [1918] W.N. 278. Bien que ces jugements soient assez anciens, les auteurs anglais pensent qu'ils sont toujours appliqués aujourd'hui.

¹²⁵. A.S. PERGAM, *loc. cit.*, note 88, 341. Voir aussi R.T. TENNEKON, *op. cit.*, note 3, p. 211.

qu'il agisse. Le même résultat peut également être atteint par le biais d'une résolution extraordinaire¹²⁶.

En pratique, il s'avère difficile, pour un obligataire individuellement, de trouver d'autres porteurs de titres avec qui s'allier, particulièrement dans le cas d'une euro-émission où les titres sont distribués dans différentes juridictions, ou de provoquer la tenue d'une assemblée extraordinaire. Pourrait-il alors demander aux tribunaux de réviser la décision du représentant fiduciaire?

Selon le droit anglais, il y a peu de chances qu'une cour intervienne dans la gestion de l'euro-émission confiée contractuellement au représentant fiduciaire. Il est encore trop tôt pour savoir quelle sera la position des tribunaux québécois quant à la possibilité de réviser les actes du fiduciaire en application du *Code Civil du Québec*.

Toutefois, il est peu probable que le fiduciaire agisse d'une manière provoquant le mécontentement des détenteurs de titres. Dans le cas des euro-émissions, les représentants fiduciaires sont de grosses institutions financières possédant une renommée internationale sur le marché. Afin de maintenir leur réputation, elles doivent adopter une conduite irréprochable¹²⁷.

CONCLUSION

Le marché euro-obligataire offre de nombreux avantages aux entités économiques désirant se financer sur les marchés internationaux. Les émissions internationales s'inscrivent néanmoins dans un processus long et compliqué qui fait intervenir un nombre important d'acteurs. Sont impliqués dans ce processus un syndicat d'émission, qui est en charge de l'émission proprement dite, et un agent financier ou un représentant fiduciaire, à qui est confiée la gestion de l'émission. L'émission proprement dite et la gestion de l'émission donnent lieu à la rédaction de deux sortes de contrats : le contrat de souscription et le contrat d'agent financier ou le contrat de fiducie. Seul le contrat de souscription a fait l'objet de standardisation au niveau international grâce au travail de l'IPMA. Les contrats de fiducie et d'agent financier n'ont pas fait l'objet de normalisation à ce jour, néanmoins, en pratique, leur rédaction ne diffère que peu les uns des autres dans le cadre international.

La pratique des euro-émissions canadienne et québécoise s'inscrit dans la tendance mondiale des émissions internationales.

¹²⁶. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 207. Il faut noter que le nouveau *Code civil du Québec* autorise le bénéficiaire «malgré toute stipulation contraire» à «agir contre le fiduciaire pour le contraindre à exécuter ses obligations ou à faire un acte nécessaire à la fiducie, pour lui enjoindre de s'abstenir de tout acte dommageable ou pour obtenir sa destitution» (art. 1290 C.c.Q.). De plus, un obligataire peut être autorisé par un tribunal «à agir en justice à la place du fiduciaire, lorsque celui-ci, sans motif suffisant, refuse d'agir, néglige de le faire ou en est empêché» (art. 1291 C.c.Q.).

¹²⁷. R.T. TENNEKOON, *op. cit.*, note 3, p. 210.